

企業家論の視点とコーポレートガバナンス

池 本 正 純

1 はじめに

日本のコーポレートガバナンスの問題は、単に個々の企業（特に上場・公開企業）の経営の健全性をいかに確保すべきかという議論のみで終わらせるわけにはいかない。なぜなら、コーポレートガバナンスのあり方は、日本経済全体の機能上の特徴の一部にはかならず、またコーポレートガバナンスの日本に固有な解決策が、日本経済全体の効率やダイナミズムに重大な影響を与えてきたからである。

日本のコーポレートガバナンスのあり方の特徴の本質は、株式持ち合いを通じた経営権の保護にある。戦後、これにより経営の安定化が図られ、長期的視点に立った経営が可能になったとされる。つまり、終身雇用制や積極的な設備投資という形で経営の自律性が十二分に生かされ、持続的な高度成長が実現されたと言われている。その際、持ち合いの核にもなり、資金供給の要としての役割を担うメインバンクが、個々の企業に対してモニタリングの機能を果たし、日本のコーポレートガバナンスの実質を担ってきたということが付け加えられることが多い。

しかしながら、1980年代以後の日本経済の動きを見るかぎり、経営権の過度の保護が個々の企業経営における危機感を鈍らせ、環境や社会の変化に企業を適合させていく努力を怠らせてきたという面が否定できない。とくに国際競争にさらされることの少ない規制に守られた産業においてそれが著しい。日本のコーポレートガバナンスの要となるべきはずの金融業界自身にそのことが典型的に現われたのは皮肉というほかない。

「日本には日本にふさわしいコーポレートガバナンスの方法がある。何もか

もアメリカのまねをすればいいというものではない」という言い方は、抽象的な一般論としては理解できるが、戦後の高度成長のプロセスの中で築きあげられてきた慣行、つまり「株式持ち合いにより経営権を過度に保護してきた」ことがもたらした弊害に対する反省がないということは許されるべきではない。また、株式の持ち合いが金融市場の構造や機能を歪めたこと、ひいては、それが日本経済全体の中で市場メカニズムが成熟していくことを遅らせ、日本経済のダイナミックな適合力を阻害してきたことは、日本のコーポレートガバナンスの問題点の一環として認識される必要がある。

この点を明らかにする上で、標準的な経済理論において見失われてきた企業家の役割をあらためて問い直すことが重要となる。企業家の果たす機能を明確にすることによって、日本経済のダイナミックな適合力が失われてきたプロセスが明らかになるのである。

ただ、「企業家論」といっても、技術革新のイメージに偏ったこれまでのシュンペーターの企業家像からは脱却しなければならない。シュンペーターの企業家論をいくら振り回しても、日本経済の構造転換を促すべき企業家の役割は見えてこない。本論ではシュンペーターの企業家論に代わる新しい企業家の理論をまず提示したい¹⁾。それにもとづいて、日本のコーポレートガバナンスのあり方と日本経済のダイナミックな適合力の喪失との関係について述べてみたい²⁾。

2 企業家論の視点

(1) 企業家機能の新しい捉え方

標準的経済理論の特徴は、均衡の相において経済を捉えるという点にある。とくに主流派を形成する一般均衡理論においてそれが著しい。その傾向のゆえに経済学の視野から企業家の役割が見失われる結果となった。

標準的経済理論においては、情報の不完全性や将来の不確実性の影響を考慮

1) シュンペーター批判の企業家論を私が本格的にはじめて論じたのは、池本[11]においてである。

2) 企業家論の視点から日本の構造改革の必要性を私が最初に論じたのは池本[12]である。本論文は、さらにその後の考察を付け加えた池本[14]にもとづいて書かれている。

に入れない恨みがある。そのことから派生して、次のような仮定において議論されることが多い。

- ① 中間財を含め商品の種類は所与であり、品質の違いはない。
- ② それらの生産関数も所与である。
- ③ 生産者は生産可能性曲線のフロンティアに容易に到達できる。
- ④ 生産要素を含め、市場取引には取引コストがかからない。
- ⑤ 各市場の需給関係の情報は即座に伝達される。

これらの仮定にもとづいて、一般均衡は容易に成立するものと説明される。たしかにそう考えれば、シュンペーターが言うように、均衡の成立は「慣行の軌道（ルーティン）」に過ぎない。均衡のプロセスに、人間の創造的役割はなんら関与する必要もない。そこで、シュンペーターは、自動機械的に成立する均衡を破壊する主体として企業家を構想したというわけである。

しかしながら、現実における情報の不完全性と将来の不確実性を考慮すると、上記の仮定はすべて怪しくなる。むしろ、実際の企業家は、まさにそのような仮定が保証されない世界で戦っているのである。つまり、企業家とは、どんな商品が社会に求められているのかを探り出し、その商品の生産方法とそれに必要なインプットの組み合わせを模索し、その生産活動をできるだけ効率的に（品質を高められるように）組織する方法をたえず追及する主体である。その試みは成功するとは限らないし、つねに失敗のリスクを抱えている。そのリスクに耐えられるだけの備えがなければ、そもそもそのような冒険 (business enterprise) に乗り出せない。企業家活動はつねに不確実性との戦い (risk bearing) なのである。

繰り返して言うが、標準的経済理論では、このような現実の市場経済に特徴的な活動を行う経済主体抜きで「市場経済の仕組み」が語られている。あらゆる情報が与えられた上で、「最適な選択肢を合理的に選ぶ」という行動があるのみである。上記①－⑤のような仮定をおいてしまえば、じつはコーポレートガバナンスの問題はなんら発生し得ない。企業間の生産性の格差は均衡において解消するはずであるし、エージェンシーの問題も発生しない。製品市場の競争性さえ確保されれば、経済の効率性は達成されるのである。しかし先に述べたように、実際には上記①－⑤の仮定が崩れたところで現実の市場経済は機能している。その市場経済が作動していく上で重要な役割を担っているのがじつ

は企業家なのである。企業家がどのような機能を果たしながら市場経済を成立させているのかという点を考える中で、コーポレートガバナンスの問題の所在が明らかになる。

（2）市場経済と企業家機能

企業家機能 (entrepreneurship) の本質は、市場における不均衡の中にビジネスチャンスを見出し、その実現に伴うビジネスリスクを引き請ける決断をすることにある。その決断の背景には、インプットとアウトプットとの間の価格差として潜在する利益機会を実現しうるアイディアやノウハウへの確信がある。そのアイディアやノウハウには、インプットとアウトプットの需給関係に関する情報のみならず、その利益機会をどのような組織的取り組みによって確実に実現するかという組織デザインも含まれる。

一方では情報の不完全性や将来の不確実性という人間が逃れられない現実の認識上の制約と、他方では、変化して止まない市場環境の移ろいやすさを考え合わせると、一般均衡が現実には成立していると考えことはほとんど不可能である。むしろ、つねにいたるところに不均衡が潜在していると考えるべきであろう。その不均衡に介入することによってビジネスチャンスが生まれる。応用が可能な技術やノウハウを用いて仲介利益を生み出せそうな潜在的な価格差をインプットとアウトプットとの組み合わせの中に探り、それをビジネスチャンスとして確定するというのが、ビジネスモデルの意味である。アウトプット（企業の目的）を定めても、なおそれを達成するために、どのようなインプット（あるいは生産的資源）の組み合わせが有効かという課題が、企業家の解決すべき問題として残される。

地域間の価格差や時間差の中での価格の開き（あるいは供給価格と需要価格との乖離）にもとづいて利を稼ぐのが商業であるが、空間を乗り越える輸送能力、時間を乗り越える保管能力といった物流施設が武器となり、その利益の実現を永続化することは可能である。ときには大きなロットで取引するだけの資本金や在庫能力が、価格形成を有利に運ぶことになることもある。そして何よりも、生産者や消費者に関するきめの細かい情報能力と商品の品質を見極め、管理するノウハウとは、商業の究極的な生命力の源泉となる。

製造業も、生産要素市場と製品市場とを仲介することから利益を稼ぎ出そう

としている企業家的活動に他ならない。企業家は、双方の市場価格の相対的關係の中に利益機会を発見し、潜在的なライバルより力強い競争力を発揮してそのビジネスチャンスを持続しようと努める。

とくに産業革命以後の技術の進歩によって、生産過程そのものが自然的制約を直接受ける要因が小さくなり、生産的資源の空間的移動が活発化し、その編成が大幅に自由に行えるようになった。資源をどのように組み合わせ編成し組織するかによって、引き出しうる資源の能力も可変的な性格を帯びてくる。また、多様な生産的資源と可能な製品群との間の相対的な価格差の中から、利益のありそうな仲介機会を見出し実現していく洞察力や仲介能力は、企業家によって千差万別である。ニーズに適合する製品が何であるかという判断そのものが、企業家の創意に依存した問題となる。

このような状況の中で、潜在的な事業機会を実現していくためには、生産技術のみならず、需給の動向にかかわる時間的視野の広い情報能力（時代のトレンドを読むセンス）が要求される。これに応えようとするのが企業家に他ならない。市場経済とは究極のところ、この企業家達の予見能力（市場環境の変化と資源の潜在力との組み合わせに対する洞察力）を結集するシステムに他ならない。

標準的価格理論では「将来の不確実性によって市場は失敗する」とされたが、そうではなく逆である。将来が不確実であるからこそ、その予見能力にもとづいて利益を獲得する機会が発生するのであり、その利益を自由に追求する行為が許されるからこそ、優れた予見能力を社会的に結集できるのである。市場メカニズムの存在意義は一意的均衡を達成できるかどうかより、優れた予見能力を発揮しようとする意志を引き出し、それを結集するところにある。生産すべき商品の種類やその生産関数が与えられたところから企業家の活動が始まるのではない。むしろ、企業家たちがそれを模索するのである。企業家的競争の意義はこの一点にある。

様々の生産要素を編成していくうえでその方向づけを与え、イニシアティブを発揮するのが、自らの予見能力に確信を抱く企業家であると喝破したのはF. ナイトであった³⁾。自らのその確信の強さが、危険を引き受ける意思を支えている。危険負担の意思こそが企業を動かすイニシアティブの源泉だということである。

3) ナイトは不確実性対処能力という観点から企業家機能を説明した。Knight [4]

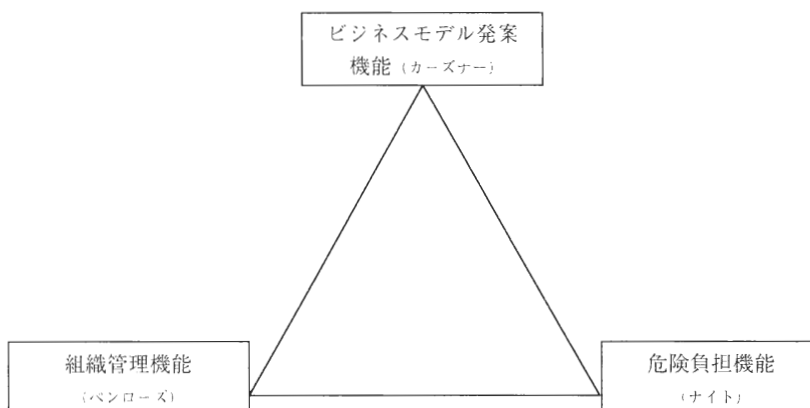
企業組織は確かに契約の連結に他ならない⁴⁾。しかし、その連結の間を完全な価格メカニズムが調整している訳ではもちろんない。とくに、危険負担市場と経営能力市場については情報の問題ゆえに価格メカニズムが完全な形で機能するのは難しい⁵⁾。投資活動がめざす将来財市場についてはなおさら不確実な要因がつきまとう。情報が不完全で価格メカニズムが単純な形で作用しえないところに不均衡がつきまとう。

その不均衡をいち早く発見し、自らのイニシアティブで企業活動をもくろむ主体がいて初めて市場経済は生命を吹き込まれる。多数の資源所有者と消費者とが存在していれば、最適な資源配分の達成がおのずと保証されるのではない。資源の有効な配分や利用が、仲介機能を發揮して不均衡の中から利を得ようと挑戦する企業家達の創意や活気に依存しているというにすぎないのである。このような企業家がまさにビジネス活動の核なのであり、市場経済の主人公なのである。

（3） 企業家機能の三つの側面

企業家の機能は三つの次元をもつ。第1図がその概念図である⁶⁾。

第1図 企業家機能の概念図



4) Alchian and Demsetze [1]

5) ライベンシュタインは、情報の不完全性ゆえにうまく機能しない市場と市場の間を調整・補完する役割を担うものとして企業家を捕らえた。Leibenstein [5]

6) 第1図は、池本 [11] で述べたことにもとづいて作成している。また、第2図は、それをさらに展開した池本 [13] から借用した。

第一は、企業 (business enterprise) の出発点である「ビジネスモデルの発案」という機能である。企業活動とは、詰まるところ、何をインプットとして用い何をアウトプットとして販売するか意思決定であり、そのインプット価格とアウトプット価格とのあいだに仲介利益を生む可能性を探る行為である。この機能にとって根本的に必要なのは、市場に潜む不均衡の洞察力 (alertness) である。変化して止まない環境の動きやトレンドを読み、いまだ満たされていないニーズを満足させるべく既存の技術やノウハウのもとで生かされ切っていない未利用の資源の潜在的価値を引き出し活用する。つまり市場における問題発見能力とソリューション開発能力である。企業の目的は「モノを作る」ことにあるのではなく、利用可能な資源を用い社会のニーズをより有効に満たすことにある。つまり、「効用の創出」であり、「ソリューションの提供」である。この企業家機能の側面にとくに注目したのが、I. カーズナーであった⁷⁾。

現代、ネットビジネスを中心としてサービス産業の分野でじつに多様なベンチャービジネスが生まれているが、このようなニュービジネスの存在意義は、単にイノベーション (技術革新あるいは均衡破壊) の実現としてみるよりも、いまだ満たされていない潜在的なニーズを発掘し、既存の技術のもとで活用されきっていない資源を生かしてそのニーズを満たすこと (不均衡の解消=ソリューションの開発) に成功した事例としてみるべきなのである。

第二は、危険負担機能である。アイデアとして存在するビジネスプランに対し、それを実現する起動力を与える必要があるが、そのビジネス遂行のイニシアティブを生む原動力となるのが「危険負担の意志」である。それは大抵の場合、所有する資本に制約されているといえる。しかし、場合によっては、自ら描くビジネスプランを説得的に語ることができ、かつ自らの人間的な誠実さや情熱 (コミットメントの意志) を訴えることによって、他人から信頼や協力を勝ち取り、危険負担の意志を誘い出すことは不可能ではない。ビジネスを遂行しようとする人間自身のもつパワーが、危険負担能力の源泉になることがあるのである。このような企業家機能の危険負担の側面を強調したのが F. ナイトである⁸⁾。

第三は、組織管理機能である。多くの場合、ビジネスの遂行には何らかの組

7) Kirzner [3] を参照のこと。

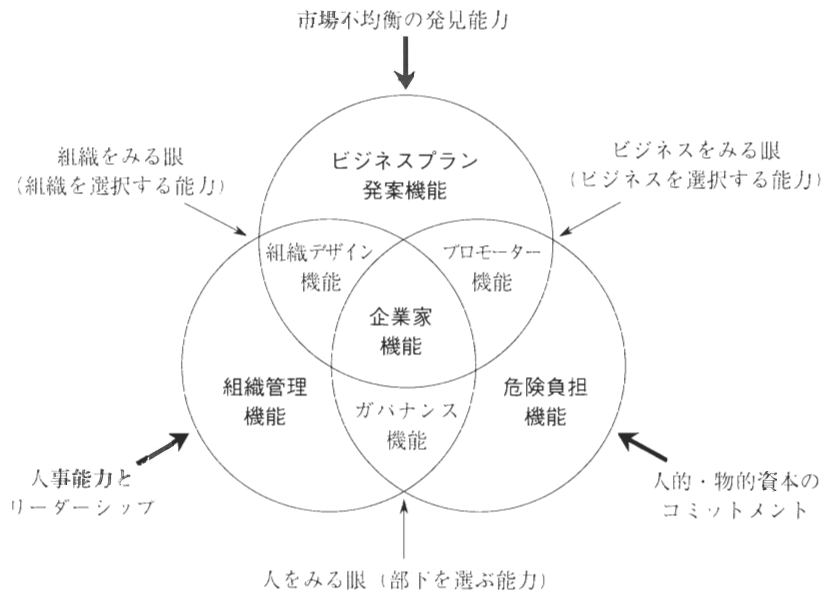
8) Knight [4] を参照のこと。

組織の形態をとることになるが、組織の発揮する力は、決して自明のことからではない。企業目的を有効に達成できるよう組織の各部門に役割を配分し、そこに人を選び配置する人事能力のみならず、組織構成員の貢献意欲を引き出し、環境に適合させるべく組織全体を調整していく「リーダーシップ」（いわゆる組織管理能力）が不可欠となる。この企業家機能の側面を説明したのが、E. ペンローズであり C. バーナードである⁹⁾。

これら企業家機能の三側面は、それぞれ切り離され、相互に独立している訳ではない。相互に隣接しながら融合している部分がある。それを図に表現したものが第2図である。

まず、不均衡の洞察にもとづいてビジネスプランを発案する機能と、経営管理機能との融合する部分とは、「組織デザイン機能」である。仲介すべきインプットとアウトプットのフロー選択にビジネスプランの基本は存在するが、その企業目的を有効に達成できる組織（ストックとしての生産資源の結合体）をどのように形づくるかも、企業家機能の重要な要素である。組織の規模の決定や中味のデザイン自身が、企業家的な判断の対象なのである。同時に、環境の変化に適合すべく組織を調整し、説得力をもって企業目的（ビジネスモデル）の

第2図 企業家機能の3つの側面とその隣接領域



9) 詳しくは池本 [13]、Penrose [7]、Barnard [2] を参照のこと。

修正を図っていくという機能も、この領域に属す。この機能においては、「生産資源の組み合わせが発揮する相乗効果に関する洞察力」と「環境と組織の適合関係（不均衡）を見る眼」、つまり「組織を見る眼」（組織を選択する能力）が要求されると言えよう。

次に、組織管理機能と危険負担機能との交わる部分には、「権限のヒエラルキー」、つまり、垂直的な上からの「意思決定の分業」体系を健全に統治する機能としての「ガバナンス機能」が位置づけられる。つまり、信頼できる部下を選び自らの仕事の一部を権限委譲すると同時に、管理責任を留保するという関係の連鎖としてのガバナンスの健全性の確保である。この機能を支える能力の基本は、「人を見る眼」である。

もう一つ、危険負担機能とビジネスプラン発案機能との接合部分に位置しているのは、「プロモーター機能」である。資本の不足のために、社会的に有用なはずの資源が十分に開発されていないようなとき、資本を集結させ、その開発をビジネスとして立ち上げるプロモーターの仕事は、社会にとって極めてイノベティブな役割を果たす。潜在的な危険負担能力を結集することによって、未だ満たされていないニーズに応えようとする新しいビジネス（ベンチャー）に起動力を与えるベンチャーキャピタルや、破綻しかけた企業を再構築し価値ある中核事業部門を蘇らせる再生ファンド、企業と企業との結びつきの中に潜在する相乗効果を見出し、M&Aを積極的に仕掛ける買収ファンドなどは、まさにこのプロモーター機能を果たしていると言えよう。この機能を果たすのに必要な能力は、「ビジネスを見る眼」である。

企業家機能の三つの側面をすべて高い能力として備えている人間は稀であり、ビジネスを成功裏に導くには、それぞれの能力を持ち合わせた人間達を有効に結びつける必要がある。あるいは、別の言い方をすれば、それぞれの機能を高度に結びつけることができた企業が、ダイナミックな発展を遂げることができるということである。

ビジネスプランのアイデアがなければ企業は始まらない。しかしアイデアをもつ「起業家」だけでも企業はスタートできない。資本を提供しリスクを負担するエンジェルが現われて初めて起業は可能となる。その資本は、ビジネスが軌道に乗るまで耐える（食いつなぐ）ための貯えでもあり、不測の事態に立ち至ったときに耐えるための備えでもある。F. ナイトが言うように、文字

通り資本は不確実性への備えである。

だが、ビジネスが試行段階を終え、本格的にテークオフするためには生産、営業、財務、人事のいずれかに頼りになる専門家がさらに必要となる。当然、資本も増強しなければならない。そのようなとき、ベンチャーキャピタルが乗り出してくる。資本も出すが経営にも口を出す。場合によっては共同経営者となり、起業家の弱い分野を補強する。この場合、誰が企業家なのかという質問は無意味であろう。最初のアイデアをもつ起業家も企業家であるし、最初の資本を提供したエンジェルも、その後の資本を供給したベンチャーキャピタリストもシーズの可能性を見込んで危険負担を行うという意味での企業家であり、さらにその経営チームに参画した経営専門家も組織をデザインし運営する責任者として企業家なのである。はじめのビジネスプランをもつ起業家だけが企業家なのではなく、企業家機能が危険負担機能と経営管理機能とにさらに分化したと考えなければならない。これら三種の機能があいまって企業家機能を果たすのである。

企業家機能の三つの側面を統合して捉えた先駆的な経済学者が、A. マーシャルであった¹⁰⁾。一般には企業家論で最も有名な学者は J. A. シュンペーターであるが、シュンペーターの議論は「逆立ち」している。彼の企業家論は、技術革新(あるいは新商品)の導入というイノベーションの具体的なイメージにあまりに引きずられすぎている。素人眼に一見分かりやすいが、経済学的な視点からすると大きな問題点を抱えている。それはワルラスの言う一般均衡の成立を前提にした議論であるからである。シュンペーターは均衡の成立をルーティン(慣行の軌道)と見て、その均衡を破壊するのがイノベーションだとした。しかし、それではイノベーションの必然性と意義が説明できない。あたかも神からの啓示のように天下り的(ad hoc)な性格のものでしかない。外生的に均衡破壊を行う企業家という概念では市場から超越した存在になってしまうのである。

それに異を唱えたのが、I. カーズナーであった¹¹⁾。情報の不完全性、将来の不確実性を考慮すれば、現実には不均衡がいたるところに潜在しているはずで、その不均衡にこそビジネスチャンスが宿る。企業家とは、その不均衡に敏感に

10) その点はすでに池本 [11] で述べた通りである。

11) Kirzner [3]

反応する人間のことである。カーズナーによれば、商業、製造業、金融業の分野を問わず、不均衡に眼をつけてそれを利益を得る機会としていち早く実現するのが企業家である。それは企業家を一般的にインプットとアウトプットの間の不均衡に利益を見出す「仲介人」と見ていることになる。じつはマーシャルもそうであった。マーシャルは、生産活動の本質を「モノを作る」ことに見るのではなく、「効用を創出する」ことに見た。そして商業の生産的な役割についてじつに明快に説明した稀有な経済学者である¹²⁾。

「効用の創出」は潜在的な取引機会を実現することによって可能となる。市場経済において潜在的な取引機会（不均衡）が継続的に発生する源泉をつきとめ、生産者余剰と消費者余剰とが円滑に実現できるように機能するのが「仲介人としての企業家」である。いわば企業家は市場における不均衡という問題を発見し、取引の実現を促すという形でその解決策（ソリューション）を提供していると言えよう。それは商業にとどまらない。製造業も労働者に「生産者余剰」を与え、消費者に「消費者余剰」を与える仲介人である。

マーシャルは次のように言う。

「現代世界の実業の大部分では、与えられた努力が最も有効に人間の欲望を充足するように生産を指導する役割は分割されて、使用者の専門的集団、あるいは一般に使われている用語でいうと、実業家の集団の手にゆだねられている。彼らは事業の危険を『敢行し』ないしは『引き受ける』。彼らは仕事に必要な資本と労働力を結合させ、その一般的な計画をととのえ、ないしは『デザインし』その細かい細部にたいしては監督を加える。実業家はある意味では高度な技能をもった職階に属するものともみられるし、他の意味では肉体労働者と消費者とのあいだに介在する仲介人だともいえよう」¹³⁾。

製造業における経営者の行動も生産資源の所有者と消費者（ユーザー）との間の仲介なのである。市場経済に潜在する不均衡をビジネスチャンスとして生かそうとする仲介機能にこそ企業家活動の本質がある。企業家は仲介機能を有効に果たすことによって、利を得るが、その活動を通じて、社会のニーズを満たすべく、生産資源が有効に活用されるように方向づけを与えている。そのインプットとして何を選び、アウトプットとして何を選ぶかの判断が「ビジネス

12) Marshall [6] I pp.81-2.

13) Marshall [6] II pp.283-4（傍点は引用者）

モデルの創案」である。

だが、情報の不完全性の問題があるがゆえに、そのビジネスプランははじめから成功するとは限らない。そのために危険負担能力が欠かせない。とくにビジネスプランの実行に組織的取り組みが必要な場合、組織のガバナンスは危険負担を軸に秩序づけられる。また、危険負担能力（資本供給）そのものも、ベンチャーキャピタルや買収ファンドにみられるように、資本家や機関投資家の資金を結集してファンドの判断によって選ばれたビジネスを育てるべく（再生すべく）危険負担能力の活用が方向づけられていく、という形で仲介の対象になる。企業家機能の三つの側面も、究極的には、不均衡をビジネスチャンスとして生かそうとする企業家の仲介機能の一環なのである。

(3) 企業家機能の視点から見た資本と経営の関係

シュンペーターはイノベーションを行うもののみが企業家であるとし、危険負担を行う資本家は企業家ではないと主張した。しかし、ここに落とし穴がある。企業家とは不確実性を乗り越えて市場の不均衡を発見し、それを解決していく主体である。その仲介機能のプロセスで、資本が固定化され、危険負担が発生する。企業家が資源の利用を方向づける上で発揮するイニシアティブは、この危険を集中的に引き受けることによって支えられている。

その危険は個々の事業機会がユニークであるため標準化を許さない。つまり保険で処理しえない。それに対処するための一つの工夫が株式市場であった。危険負担能力と経営能力との適合的な結合関係を、それぞれの競争の圧力を通じてもたらそうとするものである。しかしその方法で対処しうる事業機会の実現は、特殊な限定（上場・公開）を受けるし、そもそも市場の存在はその機能の安全性・健全性を保証するものでない。株価が経営者の長期的戦略の桎梏となったり、逆に経営者が株価を欺いたりするケースは枚挙にいとまがない。市場による評価が、不完全である以上、資本供給者にも経営者にもある種の賭けの要素が含まれる。

こうしてみると資本家と経営者とどちらが企業家かという区別の仕方はあまり意味がない。資本の供給者の企業家的要素は、自らの洞察力とイニシアティブにもとづいて、経営能力の配分と事業機会との適合関係を発見し、その能力を遺憾なく発揮させることに表れる。

会社組織は、人的資本に対する確信にもとづいて、資本の固定化を行う資本供給者と、その信頼に応えるべく自らのビジネス生命を賭ける経営者との、この精神的紐帯で結ばれた二つのタイプの企業家によって担われている。だがその「紐帯」は、確信を媒介にしたものにすぎないがゆえに、つねに脆弱さが伴っていることに注意しておかなければならない。

資本供給者の企業家たる資格は、経営者を判断する洞察力と、いったん経営を任せたらにはそれに伴う危険を忍耐強く負担し抜く緊張の中にこそある。危険負担に対応するだけの監視の目をゆき届かせる必要があるとはいえ、その危険負担に耐えきれず、介入を強めたり資本を引き揚げて、事業の可能性の芽を摘み取るおそれがつねにつきまとう。他方経営者の方は、任された事業の運営ぶりに監視の目がゆき届かない場合、進取の意欲をそれほど発揮せず、経営にゆるみを発生させる可能性をつねに秘めている。監視に必要な情報の開示を怠ることさえあるだろう。

これと同じ関係は企業組織内においても存在している。経営者は部下に対してある種の危険負担者としての役割を担っている。経営者は自らの判断によって部下の能力を見抜き、選んだ以上全面的に信頼する胆力を必要とする。自律性を与えなければ創造性と活力が芽生えるはずがない。だがそこには当然危険も伴う。経営者は部下に裁量の自由を与える一方で、自らの人格や説得力のある経営理念によって部下の心を吸引し、組織全体の秩序と規律を維持していくという離れ業を行わなくてはならない¹⁴⁾。

日本型経営体制（内には日本的経営、外にはメインバンク制などの企業間関係を含む）の問題点は、企業家機能の重要な要素としてある危険負担の側面が見失われたことにある。つまりリスクキャピタルを供給する場としての資本市場の重要性と、危険負担の度合を媒介にして組み立てられる組織のガバナンス構造の意義とが見失われたのである。

3 資本市場が果たすべき本来の機能

資本市場が本来果たすべき第一の本質的な機能は、リスクキャピタルの供給と経営能力との適切な結合を図るという点にある。リスクキャピタルの所有者

14) このことはすでに池本 [12] でも述べた

と経営能力の持主とが一致するとは限らないため、株式会社という仕組みによって両者の結合が図られる。ビジネスリスクの究極の負担者は株主なので、株主総会が最高意思決定機関としての地位におかれ、株主はその危険負担の度合（持株数）に応じて総会での議決権が与えられる。「最高の意思決定」の内容は、経営陣の選任である。リスクキャピタルの供給と経営能力との結合は、一方で、株式市場での銘柄の選択を通じて、他方で、株主総会での議決権の行使を通じて図られていることになる。

株式会社と株式市場とからなる仕組みは、ビジネスリスクを引き受ける意思のある者によって、多様な経営資源の集合体である企業の運営を委ねるにふさわしい経営陣が選ばれる機能を果たしている。それは言い換えれば、不確実性に満ちた環境の中で、個々のビジネスを成功裡に導けるような洞察力とリーダーシップをもつ経営者を見出し、彼に生産活動に参加する多様な資源の活用の方角づけを委ねるプロセスでもある。その手続きが適切になされるためには、株式市場が市場として可能な限り健全に機能するとともに、株主総会での議決権が正当に行使されることが前提条件となる。株式所有が分散し、株主の力が発揮できないように見えても、総会の委任状の獲得競争や TOB など株式市場を通じた所有の一時的集中化（核となる株主への支配権の集中化）が機能するので、株主の多数意思を集約し、その権限を行使することは可能である。経営の規律は究極的には資本市場からの圧力によって促すしかない。株主の立場から見て成果の上がない経営者に対しては、その交替を求めるのは当然である。

そのためには資本市場に合わせて、経営能力をもった人材のマーケットが形成されていなければならない。一方では、高い経営能力を自ら開発しようとする意志と努力が、その能力を発揮すべきビジネスチャンスを与えられることによって報われる舞台が必要だということであり、他方では、リスクキャピタル提供側の期待に応えられなかった経営陣がその経営責任をとり、舞台から退くという競争ルールがなければならない。

こうしてみると、資本市場は、経営能力市場と連動することによって、リスクキャピタルと経営能力とが結びつけられ、結果として実績が思わしくないときには、リスクキャピタルを供給する側のイニシアティブで経営者との結びつきを変更するという形で資源の組み合わせの改善を図っていると言えよう。これが上場・公開株式会社の市場メカニズムの視点からみた機能である。

資本市場（危険負担能力のマーケット）のもう一つの重要な役割は、プロモーター機能、つまり、新たなビジネスプランのアイデアを見出し、その事業化を促進する機能である。そのためには、一般的に融資ではなく出資のスタイルをとらなくてはならない。

残念ながら日本では、金融システムがほとんど融資を本分とする銀行に偏っていた。しかもその銀行を通じてかき集められた資金は、大企業の設備投資に優先的に回されたのである。中小企業やベンチャービジネスへの融資は優先度が低く、貸し出す側の審査能力も育たなかった。銀行の小会社としてベンチャーキャピタルはつくられはしたが、有能なベンチャーキャピタリストが存在した訳ではないし、ベンチャーキャピタルの本来の業務を手がけた訳でもない。

プロモーター機能のもう一つの柱は、買収ファンドである。買収（一般に M&A）には高度な企業家能力が要求されるが、日本では、M&A はタブー視されたままであった。とくにスピードを求められる企業の再編には M&A はきわめて有効であるが、企業の側もその発想がなく、それを仕掛ける投資銀行機能をもつ金融機関も育たなかった。

ベンチャーキャピタルや買収ファンドのような企業家的な金融仲介は、リスクキャピタルを供給する資本市場が成熟してはじめて活躍の舞台を与えられるし、またベンチャービジネスを育てたり、買収企業の経営に参画したりする経営者を輩出する層の厚い経営者市場がなければ、有効に機能しないのである。

4 株式持ち合いの問題点

株式持ち合いの直接的な問題点は、「資本の空洞化」と「会社支配の歪曲」にある¹⁵⁾。資本の空洞化というのは、持ち合いを通じた名目的な資本の増加は、「資本充実の原則」に反し、企業の財務体質を不健全なものにするということである。会社支配の歪曲というのは、持ち合いによって会社は相互に経営者を株主総会のチェックや乗っ取りの脅威から保護することになり、出資のない経営者による会社支配を可能にするということ、つまり、経営者相互のもたれ合いを構造化してしまうという点である。この問題点は、じつは「自己株式取

15) 持ち合いの動機と弊害については、私自身 [11] [12] においてすでに指摘した点である。本稿におけるこの問題の分析については、水口宏 [10] を参考にした。

得」が招く問題点と本質的に共通している。自己株式取得は商法で原則禁止されており、100% 子会社が親会社株式を取得することもそれに抵触すると解釈されてきた。

昭和 56 年商法改正以後は、50% 超の子会社による親会社株式の取得についても禁止規定が設けられた。つまり、資本空洞化と会社支配の歪曲との双方の防止が図られている。また 25% 超の株式を所有されている会社は、その所有会社の株式を取得しても議決権を行使できないことになっている。この場合、資本空洞化の防止は図られていないが、会社支配の歪曲の防止は図られている。

しかし 25% 未満で相互に株式を取得する場合には、野放し状態になっているという大きな問題が残されている(銀行の場合には、独占禁止法によって 5% を超えて個々の会社の株式を取得できないという縛りがある)。つまり、個々の会社のレベルで相互に持ち合う株式の比率が 25% を超えない限り(銀行の場合には 5% を超えない限り)、たとえグループ全体で持ち合っている比率がそれ以上であろうと、持ち合い株式については何らの法的規制は加えられていない。しかし、持ち合い株式の議決権の行使は本来認められるべきではない。

その根拠は、第一に、議決権に関する株主平等の原則に反するという問題である。つまり一株一議決権の原則または出資・支配対応の原則に反しているということである。持ち合い株式は、実質上は相互に出資の払い戻しをしているゆえに、払い込みのない「空虚な資本」ということになり、払い込みのある「真正な」資本と同一に扱うことは、出資・支配対応の原則、株主平等の原則にもとる。それゆえ「空虚な資本」にすぎない持ち合い株式には、議決権の行使は認めるべきではない。

第二に、現行の商法で自己株式の取得は原則的に禁止されているが、例外的に取得が認められる場合にも、その保有株式については議決権を有しないと定められている。自己株式の議決権が取締役などによって会社支配のために悪用されるおそれがあり、株主総会の権限が侵される可能性があるからである。株式持ち合いの場合、経営者相互間で議決権行使の白紙委任について暗黙の約束があり、その結果、持ち合う会社の経営者は相互に自社支配の手段を手にすることになる。その意味で自己株式の議決権行使について生じうる弊害と同様のことが生じうる。持ち合い株式についても自己株式と同等の規制が課されるべきであろう。現行規制は 25% 超所有の場合に限られているが、問題なのは持

ち合っているグループ全体における持ち合い比率なのであり、個々の会社との持ち合い比率の大きさにかかわらず、規制の対象にすべきであろう。

株式持ち合いの問題点は、日本のコーポレートガバナンスの形骸化と資本市場の機能の阻害に直結している。

5 コーポレートガバナンスの形骸化

もともと株主と経営者との間には情報の非対称性ゆえのエージェンシー問題が潜んでいる。その問題に対処するために、株主総会、取締役を通じた監視機能、ディスクロージャーの諸制度がある。それらの機能はもちろん完璧なものではない。しかし、日本の場合、株式持ち合いによってそれらの機能は一層形骸化の度を強める。持ち合っている法人安定株主が過半数のシェアを占め、株主総会での議決権行使に際して、経営側に白紙委任状を渡すのが通例である。経営側の議案が事実上事前に決定されているのに等しく、総会の形骸化が著しい。経営の監視を行うべき取締役・監査役の選任と承認も株主の立場からのチェックが入らないので、経営者支配の固定化の弊を免れない。経営の健全性は、ひたすら経営トップの自主的な意欲やわきまえ（倫理観）に大きく依存することになる。

持ち合いという慣行によって経営の健全性に危機が訪れるのは、経営責任が問われる瞬間である。業績の低落や社会的評価を落とすような事件を引き起こしても、誰もその責任を取ろうとしない。経営トップをチェックできるものが誰もいないからである。内部の取締役・監査役は言うに及ばず、外部の実質的大株主である法人も相互に介入しないというのが不文律である。このような状況から生まれやすい経営体質が、いわゆる「横ならび経営」というものである。他の会社や他の経営者と同じことをやっていれば、いざとなっても言い訳ができる。かくして、経営者はオリジナルにものを考えなくなる。突出することはきわめて危険ということになる。

もちろん、経営者に登りつめるプロセスで組織内に競争の原理が働かない訳ではない。しかしそのプロセスはややもすると社内の不透明な派閥力学に左右されたり、ビジネスにおける個人の実績や能力を見窮めた上で選別されるのではなく、単に人間関係において敵がいない人物を選び出したりすることに終わ

る可能性がある。何よりも、その社内競争は、株主価値をいかに高めるかという株主の立場や利益を重視する視点からなされているとは言い難い。また経営責任を問うにしても、それが株主の立場に対する責任という自覚はない。

この点に関連して指摘すべきは、日本において総会屋がなぜ跋扈したかという問題である。正当な根拠がないままに権力が固定化すれば、必ずそれに不満を持ち対抗しようとする勢力も生まれる。「権力は腐敗する」ことが避けられないとすれば、その腐臭（スキャンダル）を臭ぎ取った対抗勢力は、それを最大限に利用しようとする。その方法が総会屋へのリークであった。えさがある限り、総会屋は繁殖する。つまり、総会屋が日本に跋扈したという事実は、企業の支配権をめぐる競争が不透明な形で行われ、日本の株式会社のコーポレートガバナンスが機能していなかったということの証拠である。逆にいえば、総会屋がかろうじて日本のコーポレートガバナンスの機能の欠落を歪んだ形ではあるが補完したのである。

6 資本市場の機能の麻痺

株式の持ち合いによって日本のコーポレートガバナンス機能が欠落したことのもう一つの重大な弊害は、資本市場の機能がそこなわれたことである。

（1）株式の魅力の喪失

まず何よりも、株式持ち合いをすること自体が、すでに一般株主の権利を稀薄化し、その侵害になっているという点を指摘しなければならない。株式持ち合いの部分は実質上払い込みのない「空虚な資本」であるにもかかわらず、株主としての権利を与えられているからである。株主の立場からの経営チェック機能が働かないということは、経営そのものが株主価値の最大化をめざして行われるという誘因を失わせ、結果として「資本の浪費」を招く。つまり、経営の非効率と低収益経営である。個々の企業にとっては（あるいは経営者にとっては）、持ち合いを行っている企業間で互恵的取引を拡大・継続できればそれで構わないかもしれないが、株主の立場からの資本効率という観点からすれば問題が残る。たとえば、メインバンクとのあいだで余分な借り入れが発生するおそれがある。

このように株主の利益をないがしろにした経営がまかり通れば、当然株式の魅力は失われざるを得ない。究極のビジネスリスクを負担する株式には、それに見合う収益が長期的に付与されなければならないが、株主の立場からのガバナンスが欠落してしまうとその緊張関係は失われ、株主の利益の追求努力は保証されない。つまり、株式は投資家にとって魅力のある金融資産とはならないのである。株式持ち合いは、結果的に個人投資家の成長を妨げるという副作用を伴った。

(2) 株式市場への不信

株式持ち合いを中核とする株式所有の法人化現象は、相場操縦や内部者取引の誘因になるなど株式流通市場の機能（公正な価格形成、円滑な流通）を低下させ、ひいては発行市場の機能低下を招くおそれがある。

法人内部や持ち合い法人相互の情報網のいわば「かやの外」におかれた一般株主は、株式流通市場に対して不信感を募らせてきた。そのことがまた個人株主の層が薄くなるという原因にもなってきたのである。

7 日本経済のダイナミズムの喪失

(1) 貧困な企業家精神

持ち合いを通じ経営者間のもたれ合いによる経営者支配の固定化が一般化すれば、経営能力や意欲に疑問のある経営者を結果的に温存することになる。それは、企業の中で株主の眼から見て経営能力のある人材を育てる誘因を失わせるのみでなく、日本のビジネスの世界で企業家精神そのものが育たないという弊害をもたらすことになる。とくに日本では、大企業を中心とした「終身雇用慣行」によって人材の企業間移動が阻害されてきたため、他社・他業界にも通用する経営能力を涵養するという誘因が働かなかった。

また、優秀な人材は中央官庁や大企業に就職し、その組織の中で昇進を競うというキャリア上の価値観が定着したため、自ら独立し、新しいビジネスを起こすということに高い社会的評価が得られにくい風潮が醸成された。大企業が抱えた優秀なはずの人材も、企業での経験を自らのキャリア形成の踏み台として利用し、将来折あらば転職したり自立したりする抱負をもつのではなく、組

織にもたれかかる意識のほうが強かった。大企業傘下の子会社への出向・転籍も、たとえていえば「役所の天下り」と同じで自立心に燃えた企業家をめざす姿勢からは程遠かった。持ち合いにもとづく日本型経営体制のもとでの人的資源市場（とくに経営者市場）の閉鎖性は、日本の企業家精神の貧困化をもたらしたのである。

(2) M&A へのアレルギー

株式市場の歪みと発育不全は、リスクキャピタルを供給するという本来の資本市場の機能を果たし得ないまま、産業構造の転換の時代にさし迫って必要であったはずの M&A や証券化のスキームやノウハウが、日本の金融市場に浸透していくスピードを大幅に遅らせた。日本では長年 M&A がタブー視され、外資系の再生ファンドが入り込んできたときにもヒステリックな反応が見られた。しかし、日本の産業構造を変えていくためにこのようなスキームが不可欠であることは、もはや論を俟たない。残念ながら、日本の資本市場では持ち合いにより、企業支配権のマーケットは働かず、M&A を支えるインベストメントバンク機能は未発達の状態が続いた。そして何よりも、買収後の経営を担うにふさわしい経営のプロが日本ではなかなか育たなかった。

(3) ベンチャーキャピタルの発達の遅れ

資本市場の未成熟は、(1)で挙げた貧困なる企業家精神とあいまって、ベンチャービジネスの振興の妨げとなった。有望なベンチャービジネスが育つには、一方ではきわめてリスクの高い資本の供給者が必要であり、他方では多様なシーズの中から有望なものを発掘できる眼力と、その経営を指導できるだけの経営ノウハウが必要となる。ベンチャーキャピタルはその両者の結節点である。その運営にあたるベンチャーキャピタリストには、高度な企業家的な才能が必要とされるといってよい。しかし、リスクキャピタルの市場としての資本市場の発達の遅れは、多様なリスクの担い手としての投資家層の形成の遅れにつながり、他方では経営のプロが企業間を移動する経営能力市場が形成されないままにとどまったため、ベンチャーキャピタルの力強い役割がなかなか発揮されなかった。

(4) 銀行の肥大化と不良債権の累積

日本の金融システムはいわゆる護送船団方式にもとづき銀行に偏った発達を遂げた。それに伴い資金だけでなく人材面でも質の高い資源を「独占的に」吸収した。しかし結果として日本に高度な金融ノウハウは育たなかった。すべて、持ち合いにもとづく企業間のもたれ合い、なれ合いのなせる業である。融資もある種の危険負担であるからには、事業そのものの審査と融資先のモニタリング（ガバナンス）は欠かせない。しかし、日本における銀行の融資は、企業間のつき合いがあるかどうかということと不動産担保さえとればよいという安易な方法に墮落した。80年代に日本の金融システムは証券化に向けて抜本的な改革をすべきであったが、それを怠り、バブルに突入した。バブルそのものは国際収支などマクロ的要因から発生したといえるが、しかし持ち合いの構造に支えられた日本型経営体制と銀行に偏った金融システムとがバブル発生の重要な背景としてあるということは忘れてはならない。

バブル崩壊後の金融破綻のプロセスに見られた金融界の対応の硬直性も、持ち合いに支えられた企業間のもたれ合いが背景にある。不良債権処理には、ローンを厳しく時価評価し、損切りの機会を見失わないことが必要であるが、債権譲渡の方法やSPCを使ったいわゆる証券化スキームのノウハウの開発が遅れてしまった。また、買収ファンド、再生ファンドといった不良債権処理において最もダイナミックな機能を果たすはずのスキームについても、日本の銀行界は外資系に後塵を拝するのみであった。

8 おわりに

日本のコーポレートガバナンスの問題点の核心は、株式の持ち合いにある。少なくとも持ち合い部分の株式については、議決権を認めるべきでない。この問題を解決しない限り、たとえ「委員会等設置会社」へ移行しようと、社外取締役を何人導入しようともさしたる効果はない。それらは枝葉末節にすぎないからである。持ち合いに対する規制を行わずして、日本のコーポレートガバナンスの重要な問題は解決しないのである。どのような委員会を設置するか、何人社外取締役を入れるかは、法律で規制することではなく、各企業が工夫し選択すべき経営スタイルの問題と理解すべきことがらである。透明性を保とう

とする経営者の志はかならず市場が評価する。

むしろ、日本のコーポレートガバナンスの問題は、個別企業の経営の健全性の確保の問題である以上に、日本経済全体の企業組織のダイナミズムを回復する問題につながっているということの認識が重要なのである。

この問題は、企業のダイナミックな発展と適合は、企業家能力に依存しているという「企業家論」の視点に立ってはじめて見えてくる。経済の資源配分は、市場メカニズムによって自動的に最適な均衡点に達するのではない。その達成の度合が、市場経済を支える企業家達の創意や活気に依存しているにすぎない。生産関数が自明のものとして企業家に与えられている訳ではない。情報の不完全性や将来の不確実性という壁にさえぎられながらもビジネスチャンスを探り、その実現に向かって果敢に立ち向かう企業家によって、商品の種類と「生産関数」は模索されているにすぎない。

製品市場の競争さえあれば、コーポレートガバナンスの問題は発生しないというものではけっしてない。利益のチャンスがあるなら危険負担を行ってもよいという意志の持ち主達（リスクキャピタルの供給者達）が、有望なビジネスプランを求め、また有能な経営者を求めて相互に競争しあう舞台があってはじめて、起業が活性化し経営者は育つのである。逆に、資本を求める起業家同士の競争があってはじめて、意欲あふれるビジネスモデルが開発されるのであり、株主の信認を得ようとする経営者同士の切磋琢磨があってはじめて、組織の規律が維持できるのである。日本のコーポレートガバナンスの問題も企業家論の視点に立ってはじめて真相が見えてくるのである。

（いけもと・まさずみ 専修大学経営学部教授）

文 献

- [1] Alchian, A.A., and H. Demsetz "Production, Information Costs, and Economic Organization." *American Economic Review*, 62 (1972), 777-95.
- [2] Barnard, C.I. *The Functions of the Executive*, Harvard University Press, 1938. バーナード『新訳経営者の役割』山本安次郎・田杉競・飯野春樹訳、ダイヤモンド社 1968年.
- [3] Kirzner, I.M., *Competition & Entrepreneurship*, Chicago:University of Chicago Press, 1973.
- [4] Knight, F.H., *Risk, Uncertainty and Profit*, New York: Houghton Mifflin, 1921.
- [5] Leibenstein, H., "Entrepreneurship and Development." *American Economic Review*, May 1968.

- [6] Marshall, Alfred, *Principles of Economics*, London: Macmillan, 1890. 8th.ed., 1920. マーシャル『経済学原理』Ⅰ．Ⅱ．Ⅲ．Ⅳ 馬場啓之助訳、東洋経済新報社 1965 年。
- [7] Penrose, E.T., *The Theory of the Growth of the Firm*, Basil Blackwell, 1959. 2nd ed. 1980. ペンローズ『会社成長の理論』末松玄六訳、ダイヤモンド社、第2版、1980 年。
- [8] Schumpeter, J.A., *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, München and Leipzig: Dunker and Humblot, 1921. 2. Aufl. 1926. シュンペーター『経済発展の理論』塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳、岩波文庫版 1977 年。
- [9] Scumpeter. J.A., *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York: Harper, 1942. 3rd.ed., 1950. シュンペーター『資本主義・社会主義・民主主義』中山伊知郎・東畑精一訳、東洋経済新報社 1950 年。
- [10] 水口宏「株式持合いの問題点と今後の対応について」『月刊資本市場』1994 年 3 月 (NO. 103)
- [11] 池本正純『企業者とはなにか』有斐閣 1984 年 3 月。
- [12] 池本正純「構造変化が求める商人的企業者像」毎日新聞社『エコノミスト』1984 年 9 月 18 日。
- [13] 池本正純「企業組織論の新しい地平」『現代企業組織のダイナミズム』（専修大学社会科学研究所叢書）専修大学出版局 2004 年 4 月 第 1 章 所収。
- [14] 池本正純『企業家とはなにか』八千代出版 2004 年 9 月。

